

ЛЕНИНГРАДСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
имени А. С. ПУШКИНА

ВЕСТНИК

**Ленинградского государственного университета
имени А. С. Пушкина**

Научный журнал

№ 1

Том 6. Экономика

Санкт-Петербург
2013

**Вестник
Ленинградского государственного университета
имени А. С. Пушкина**

Научный журнал

№ 1 (Том 6) 2013
Экономика
Основан в 2006 году

Учредитель Ленинградский государственный университет имени А. С. Пушкина

Редакционная коллегия:

В. Н. Скворцов, доктор экономических наук, профессор (главный редактор);
Л. М. Кобрина, доктор педагогических наук, доцент (зам. главного редактора);
Н. В. Поздеева, кандидат географических наук, доцент (отв. секретарь);
Т. В. Мальцева, доктор филологических наук, профессор;
Г. П. Чепуренко, доктор педагогических наук, профессор;
Л. Л. Букин, кандидат экономических наук, доцент

Редакционный совет:

Г. Г. Зайцев, доктор экономических наук, профессор;
Н. М. Космачева, доктор экономических наук, профессор (отв. за выпуск);
А. С. Кудakov, доктор экономических наук, доцент;
Б. В. Лашов, доктор экономических наук, профессор;
Г. В. Черкасская, доктор экономических наук, доцент;
Н. П. Казаков, доктор экономических наук, профессор

**Журнал входит в Перечень российских рецензируемых научных журналов,
в которых должны быть опубликованы основные научные результаты
диссертаций на соискание ученых степеней доктора и кандидата наук,
определенный Высшей аттестационной комиссией
Министерства образования и науки Российской Федерации**

Свидетельство о регистрации: **ПИ № ФС77-39790**

Подписной индекс Роспечати: **36224**

Адрес редакции: 196605, Россия,
Санкт-Петербург, г. Пушкин,
Петербургское шоссе, д.10
тел./факс: (812) 476-90-34
[http: // www.lengu.ru](http://www.lengu.ru)

© Ленинградский государственный
университет (ЛГУ)
имени А. С. Пушкина, 2013
© Авторы, 2013

Содержание

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ

Е. Л. Кантор

Рента и экономическая оценка природных ресурсов 7

ЭКОНОМИКА ТРУДА

М. А. Питухина, С. В. Сигова

Влияние зарубежной трудовой миграции
на качество человеческого капитала в России..... 14

БУХГАЛТЕРСКИЙ УЧЕТ, АНАЛИЗ И АУДИТ

Ю. Н. Стецюнич

Теоретико-методологические вопросы развития
теории бухгалтерского учета в современных условиях..... 22

ФИНАНСЫ И КРЕДИТ

А. И. Файзуллина

Необходимость использования инновационных
банковских услуг в условиях вступления в ВТО..... 31

О. А. Золотарева

Сужение процентного канала монетарной трансмиссии..... 42

МЕНЕДЖМЕНТ

В. Н. Скворцов, Е. А. Маклакова

Трудовая мотивация работников в современных условиях..... 54

А. М. Колесников, В. А. Видякина

Особенности системы стратегических управленческих решений
на малом предприятии 69

К. Б. Герасимов

Состав и структура элементов систем управления процессом
и подпроцессом организации 77

И. А. Миронова

Формирование организационно-экономического механизма
системы управления предприятием как инструмент
повышения конкурентоспособности
(на примере отрасли легкой промышленности) 90

А. С. Бритько

Теоретические основы оценки эффективности проектов
инновационного развития экономических систем:
факторы, проблемы, методические подходы, принципы 97

ЭКОНОМИКА ОТРАСЛИ: ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

Д. С. Романовский

Основные тенденции развития рынка электроэнергетики России 111

НАУЧНАЯ ДИСКУССИЯ: КОРРУПЦИЯ И БОРЬБА С НЕЙ

А. С. Кудakov

Проблемы коррупции в России и концептуальные подходы
к формированию антикоррупционного механизма..... 120

Сведения об авторах..... 128

Сужение процентного канала монетарной трансмиссии

В статье проанализировано действие процентного канала денежно-кредитной политики в рыночной экономике, исследованы факторы снижения уровня ключевых процентных ставок на протяжении последних десятилетий. Низкие процентные ставки рассматриваются в качестве одной из причин ослабления независимости центральных банков.

In the article the effect of the interest rate channel of the monetary policy in the market economy is analyzed, the factors of reduction of the key interest rates over the past decades are studied. Low interest rates are considered as one of the causes of weakening the independence of central banks.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, ключевые процентные ставки, таргетируемая процентная ставка, премия за риск, процентный канал, инфляция, дефляция уровень сбережений.

Key words: monetary policy, key interest rate, target interest rate, risk premium, interest rate channel, inflation, deflation, savings rate.

Центральный банк в либерализированной денежно-кредитной системе с полной конвертируемостью платежного баланса по текущим операциям и операциям, связанным с движением капитала, должен выбирать между проведением независимой денежно-кредитной политики и регулированием валютного курса.

При проведении независимой денежно-кредитной политики с режимом плавающего валютного курса таргетирование краткосрочной процентной ставки является основной операционной целью, а Центральный банк обладает операционной независимостью при установлении ключевых процентных ставок. Как правило, в качестве операционной цели Центральный банк избирает наиболее краткосрочную рыночную процентную ставку – от овернайт до двух недель.

Центральный банк удовлетворяет чистую потребность в ликвидности финансового сектора в течение установленного периода по избранной процентной ставке. Предложение ликвидности со стороны Центрального банка направлено на управление данной процентной ставкой до завершения периода поддержания резервных требований (maintenance period). Начало периода поддержания, как

правило, совпадает с началом проведения операций по рефинансированию по решению Управляющего совета (или другого органа, ответственного за проведение операций на открытом рынке). Даты заседания совета определяются заранее. Если Центральный банк не планирует изменения ключевой ставки до окончания периода поддержания резервов и правильно рассчитал чистую потребность в ликвидности банковского сектора, то таргетируемая межбанковская ставка овернайт до завершения периода поддержания будет близка к официальной ставке.

Центральный банк может также достигать своей операционной цели посредством покупки и продажи на открытом рынке краткосрочных государственных обязательств, оказывая тем самым влияние на их доходность, которая в свою очередь определяет уровень таргетируемой межбанковской ставки.

Манипуляции с ключевыми процентными ставками в качестве инструмента денежно-кредитной политики являются средством управления важнейшими макроэкономическими переменными – уровнем цен в экономике, стоимостью финансовых активов, сбережениями, инвестициями, курсом национальной валюты. Для эффективной работы этого инструмента рыночные процентные ставки должны быть эластичны по отношению к базовой ставке Центрального банка. И, как правило, долгосрочные кривые доходности находятся под определенным влиянием этих базовых ставок, так как высокие процентные ставки снижают текущую стоимость будущих денежных потоков, тем самым снижая привлекательность инвестиций, и наоборот. Ключевая процентная ставка Центрального банка влияет и на соответствующие ставки денежного рынка, в том числе на ставки по банковским кредитам и депозитам, а следовательно, на уровень потребления, сбережения и инвестиционные решения. Этот канал обычно называют каналом процентной ставки.

До недавнего времени процентный канал в развитых странах является основным каналом трансмиссии денежно-кредитных воздействий центрального банка для достижения конечной цели. В основе практических действий Центрального банка по запуску процентного канала лежат кейнсианские идеи о том, что денежно-кредитная политика должна быть сфокусирована не на денежном предложении как «промежуточной мишени», а на условиях кредитного рынка. В качестве таковых предполагается использование некоторых долгосрочных норм процента (доходов по долгосрочным правительственным ценным бумагам или по коммерческим облигациям). Считается, что норма процента более непосредственно воз-

действует на уровень расходов в экономике и поэтому является наиболее подходящей в качестве ближайшей цели. Изменение нормы процента влияет на изменение относительной стоимости реальных капитальных инвестиций и затрат на товары длительного потребления. Решение об инвестициях в реальный капитал принимается после сравнения возможной прибыли от инвестирования с доходом, который можно получить, помещая данную сумму денег в банк или покупая ценные бумаги. Прибыльность инвестиций характеризуется предельной эффективностью капитала, которая в свою очередь определяется соотношением между ожидаемыми доходами от реального актива, дисконтированными во времени, т. е. квази-рендой, и ценой данного актива, которая при постоянном объеме инвестиций зависит от уровня реальной заработной платы. Таким образом, увеличение денежного предложения, а по Тобиновской версии и увеличение немонетарных активов, приводит к изменению набора относительных процентных норм дохода, то есть вызывает действие эффекта размещения портфеля.

Современные модели дополняют передаточный механизм некоторыми существенными положениями. Это, прежде всего, положением о том, что изменение нормы процента влияет не только на инвестиции, но и на потребительские товары длительного пользования, которые являются компонентой потребления, а не инвестиций. Во-вторых, они используют более широкий портфель ценных бумаг, включающий облигации, акции, производные финансовые инструменты. Допускается также, что расширительная денежно-кредитная политика увеличивает суммарное богатство, приводя тем самым к росту автономного потребления.

И, наконец, современная теория денежно-кредитного регулирования при анализе эффекта изменений ключевой процентной ставки учитывает также балансовый канал (*balance-sheet channel*), называемый также каналом финансового акселератора [3], и канал банковского кредитования.

В основе действия обоих каналов лежит понятие премии за внешнее финансирование, т. е. разницы между затратами за внешнее финансирование и стоимостью накопленных внутренних источников финансирования [2, р. 28]. Из-за асимметрии информации на кредитных рынках и агентских издержек эта разница всегда величина положительная и зависит от состояния баланса заемщика. Под влиянием шоков совокупного спроса происходит ухудшение состояния баланса экономических агентов: снижение стоимости активов на их балансе. А поскольку финансовые активы служат обеспечением

кредитов, получаемых фирмами и домохозяйствами, происходит снижение кредитных потоков, что в свою очередь еще больше снижает совокупный спрос. И таким образом, включается самоусиливающийся проциклический механизм ухудшения балансов заемщиков и снижения совокупного спроса, который может дестабилизировать всю экономическую систему. Центральный банк может вмешаться в этот процесс, кардинально снижая ключевую ставку с целью улучшения балансов заемщиков и снижения премии за внешнее финансирование.

Канал банковского кредитования усиливает действие традиционного канала процентной ставки в том отношении, что изменение ключевой процентной ставки в результате действия монетарных властей приводит к изменению внешней финансовой премии в том же направлении, что и изменение процентной ставки. Вместе с тем действенность канала банковского кредитования зависит от модели финансовой системы, поскольку эластичность величины кредитов по процентной ставке зависит от наличия и возможности использования альтернативных (небанковских) источников финансирования.

Таким образом, в основе трансмиссии процентного канала денежно-кредитной политики лежат эффект размещения портфеля, эффект богатства, балансовый эффект, канал банковского кредитования.

Использование в качестве ключевой определенной процентной ставки определяется степенью развития кредитно-финансовой системы страны, ее институциональной структурой, экономическими условиями и целями регулятора. Однако было бы большим упрощением сводить процентную политику только к манипулированию ключевой ставкой Центрального банка. Подобное допущение возможно только в отношении стран со слабым развитием финансовой системы.

Так, в США важнейшими в системе процентных ставок являются учетный процент по займам центрального банка, ставка по краткосрочным казначейским векселям, межбанковские ставки по однодневным ссудам и некоторые другие ставки денежного рынка и рынка капитала.

При создании ФРС в 1913 г. предполагалось, что кредитование через «дисконтное окно» станет основным инструментом денежной политики центрального банка.

В 80-х годах прошлого века экономисты монетаристского толка настаивали на придании учетной ставке характера штрафа и призывали ФРС допустить ее «плавание», чтобы сократить зависимость уровня совокупных резервов от изменения соотношения между

уровнем краткосрочных рыночных процентных ставок и ставки дисконта. Предлагалось привязать ставку дисконта к ставке процента по трехмесячным казначейским векселям, сохраняя соотношение между ними на постоянном уровне. Однако ФРС не соглашалась на «плавание» ставки дисконта, предпочитая иметь большую свободу в использовании этой ставки как инструмента денежно-кредитной политики. В последнее время ФРС стремится придать ставке дисконта большую гибкость, снижая спред между дисконтной ставкой и ставкой по федеральным фондам.

Ставка дисконта в настоящее время действительно носит «штрафной» характер. По первичным кредитным программам ставка устанавливается, как правило, выше, чем по федеральным фондам на 100 б. п. для того, чтобы депозитные учреждения использовали этот кредитный канал как резервный, а не постоянный источник финансирования. По вторичным кредитным программам ставка выше, чем по первичным, а по сезонным устанавливается плавающая рыночная процентная ставка.

Начиная с августа 2007 г. с началом первой волны ипотечного кризиса ФРС начала снижать установленный спред между ставкой дисконта и ставкой по федеральным фондам. Объем кредитов через «дисконтное окно» вырос с 200 млн долл. в июне 2007 г. до 100 млрд долл. в октябре 2008 г. В настоящее время ставки процента по этим трем кредитным программам составляют 0,75, 1,25 и 0,20 % соответственно. Таким образом, в условиях кризиса ФРС уменьшила премию ставки дисконтирования к своей базовой ставке со 100 до 50 б. п. В период кризиса ФРС открыла временную программу дисконтного окна (The Term Discount Window Program), в соответствии с которой увеличивались сроки предоставления кредитов через «дисконтное окно» до 90 дней. Кроме того, расширился список ценных бумаг, принимаемых в качестве обеспечения. В него были добавлены производные ипотечные ценные бумаги, в том числе CDO (collateralized debt obligations).

Поскольку уровень заимствований у Центрального банка обычно составляет лишь очень незначительную долю суммарных ссуд и инвестиций депозитных учреждений¹, то изменение учетной ставки следует рассматривать скорее как символ текущих намерений Центрального банка, нежели в качестве действительного инструмента денежно-кредитного регулирования. Кроме прочего, дисконтная

¹ На 21 марта 2013 г. в составе баланса ФРС ссуды через «дисконтное окно» в рамках трех программ составляли 5 млн долл.

ставка – очень сильный инструмент воздействия на ликвидность банковской системы, поэтому к ее изменению ФРС прибегает редко. Последнее изменение (снижение на 25 б. п.) произошло 19 февраля 2010 г.

В процессе эволюции денежно-кредитной системы «дисконтное окно» стало играть вспомогательную роль регулирования ликвидности в дополнение к операциям на открытом рынке. Таргетируемой процентной ставкой стала ставка по федеральным фондам (Target Fed Fund Rate), т. е. ставка по межбанковским займам. Эффективный рынок федеральных фондов является также базой для активного рынка фьючерсов по ним, которые активно торгуются на бирже CBOT (Chicago Board of Trade). Фьючерсы по федеральным фондам являются эффективным средством отслеживания ожиданий рынка относительно денежных мероприятий Федерального комитета по операциям на открытом рынке (FOMC).

С декабря 2008 г. ФРС удерживает значение ставки по федеральным фондам в диапазоне 0–0,25. На заседании 12 декабря 2012 г. FOMC впервые определил условия ее повышения. Базовая ставка останется на данном уровне, пока безработица будет выше уровня 6,5 %, а прогноз инфляции на период от одного до двух лет не будет превышать 2,5 %. Ранее ФРС обещала держать ставки на нулевом уровне, по меньшей мере, до середины 2015 г. FOMC считает, что целевые показатели безработицы и инфляции соответствуют этому временному ориентиру. И даже если показатель безработицы сократится до 6,5 %, по заявлению FOMC, это не будет означать немедленного повышения процентных ставок, если прогнозы по инфляции будут показывать низкие значения. Об оценке перспектив инфляции участниками рынка свидетельствует величина спреда по обычным казначейским облигациям и казначейским облигациям, защищенным от инфляции (рис. 1).

Из рис. 1 видно, что трейдеры не видят риска ускорения инфляции. Спред доходности по 10-летним облигациям составляет на 01.03.2013 г. 2,53 п. п. А значит, таким участники рынка видят уровень инфляции в течение 10 лет.

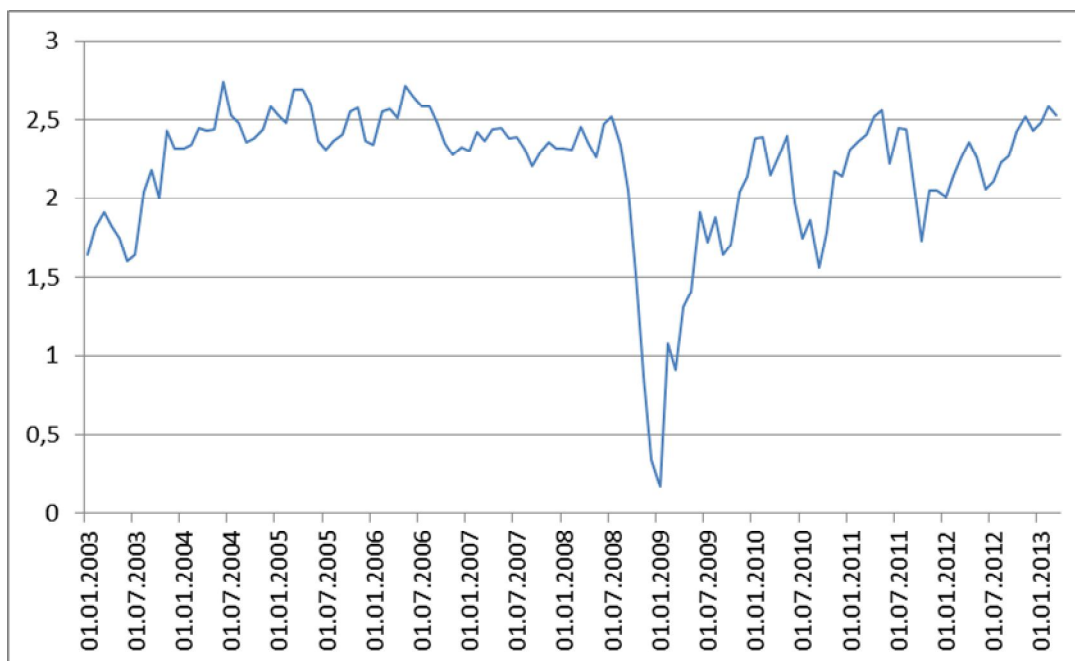


Рис. 1. Динамика спреда между доходностью казначейских 10-летних облигаций и защищенных от инфляции казначейских ценных бумаг (TIPS), п. п. [6]

Европейским аналогом ставки по федеральным фондам является ставка рефинансирования (Refinancing Tender). Это минимально возможная ставка по кредитам, которые Евросистема предлагает европейскому банковскому сектору сроком на одну неделю (Main Refinancing Operation, MRO), а также сроком на 1, 3, а в период кризиса 6, 12, 36 месяцев (Long Term Refinancing Operation, LTRO). С помощью этой ставки ЕЦБ влияет на условия межбанковского рынка кредитов. По сути, она является бенчмарком для межбанковской ставки овернайт и составляет в настоящее время 0,75 %. Управляющий совет ЕЦБ устанавливает также процентные ставки по постоянно доступным инструментам поставки и изъятия ликвидности. Базовая ставка, как правило, определяет центр коридора: ставки по постоянно доступным инструментам предоставления/изъятия ликвидности устанавливаются симметрично на краях этого коридора с равным спредом выше/ниже базовой ставки. Кредиты овернайт по постоянным инструментам (Marginal Lending Facility) предоставляются по ставке выше ставки рефинансирования и представляют собой аналог дисконтного окна ФРС. Это верхняя граница ставок на межбанковском рынке. В настоящее время она равна 1,5 %. Нижняя граница ставки овернайт – ставка по депозитам овернайт в ЕЦБ (Deposit Facility), которые являются постоянно доступным инстру-

ментом изъятия ликвидности. Это ставка, по которой Евросистема привлекает избыточные резервы банковской системы на конец дня. С июля 2012 г. эта ставка равна нулю. Начиная с октября 2008 г. спрэд между ставкой рефинансирования ЕЦБ и межбанковской ставкой овернайт становится величиной положительной и расширяется. Межбанковская ставка овернайт приблизилась к нижней границе, т. е. к депозитной ставке ЕЦБ (рис. 2). А, следовательно, возможности Евросистемы по дальнейшему снижению ключевой ставки практически исчерпаны, во всяком случае, посредством действия портфельного эффекта.

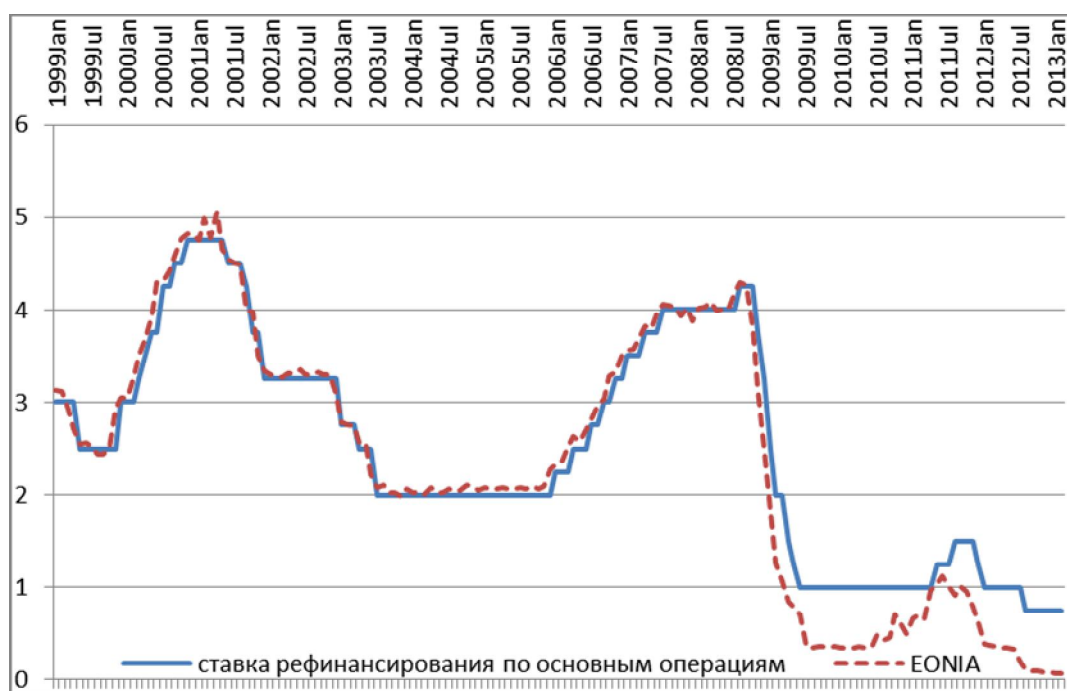


Рис. 2. Соотношение ставки рефинансирования ЕЦБ и межбанковской ставки овернайт [7]

Тенденция снижения процентных ставок преобладала на развитых рынках в течение последних двадцати лет, а в течение кризиса она усилилась (рис. 3).

Несколько причин объясняют это явление. Во-первых, приверженность центральных банков развитых стран к ценовой стабильности в долгосрочном плане. Инфляция в странах «большой семерки» действительно снизилась и стабилизировалась к середине 90-х годов прошлого века в сравнении с уровнем середины 70-х – началом 80-х годов. В 2000-х годах уровень инфляции в развитых странах по данным Всемирного банка был существенно ниже среднего мирового значения.

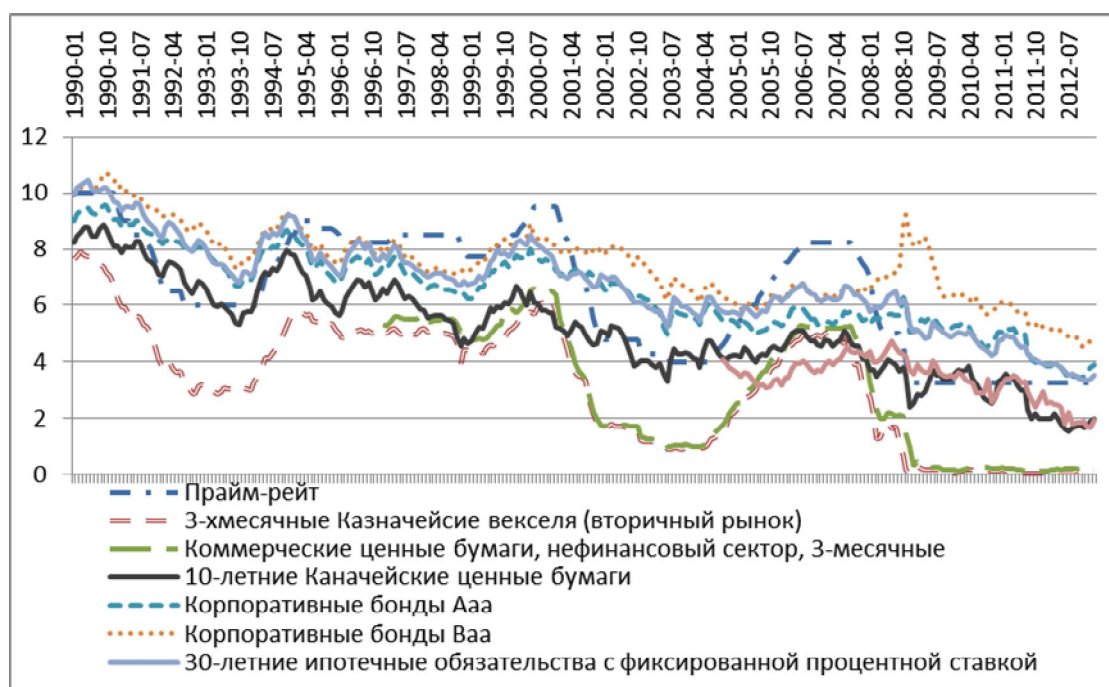


Рис. 3. Динамика основных процентных ставок США и Еврозоны [4; 8]

Снижением уровня инфляции и инфляционных ожиданий вполне можно объяснить снижение номинальных процентных ставок. Но на протяжении указанного периода снижались и реальные процентные ставки, в частности, средняя реальная доходность по 10-летним облигациям стран «большой семерки».

Существует точка зрения, что одним из факторов низких процентных ставок является «перенасыщение сбережениями», т. е. ситуация, когда сбережения оказываются выше потребности в инвестициях, и процентные ставки снижаются, чтобы стимулировать рост инвестиций и потребления.

О влиянии высокой нормы сбережения на экономический рост часто говорят в применении к Японии. Ситуация отсутствия реакции со стороны домохозяйств и субъектов хозяйствования на снижение процентной ставки называется дефляционной ловушкой ликвидности, или «японской ловушкой», по образному выражению П. Кругмана. То есть участники рынка стремятся сберечь даже при нулевых процентных ставках. В таких условиях не срабатывают традиционные инструменты стимулирования экономической активности, рекомендуемые макроэкономическим мейнстримом: расширительная денежно-кредитная политика и рост государственных расходов.

Начиная с конца 90-х годов прошлого века действительно наблюдалось увеличение уровня валовых сбережений в развивающихся странах и странах с формирующимися рынками (рис. 4, 5). После азиатского финансового кризиса 1997–1998 гг. центральные

банки пострадавших стран и некоторые страны БРИК, в частности Китай и Индия, стали проводить экспортоориентированную политику, избегали брать иностранные займы, накапливали золотовалютные резервы для того, чтобы стабилизировать потоки капитала и обменный курс национальных валют. Таким образом, страны с формирующимися рынками постепенно превращались из чистых должников в чистых кредиторов на мировом рынке капитала. В экономике развитых стран увеличению уровня сбережения, казалось бы, должны способствовать демографические факторы, в частности «старение» населения.

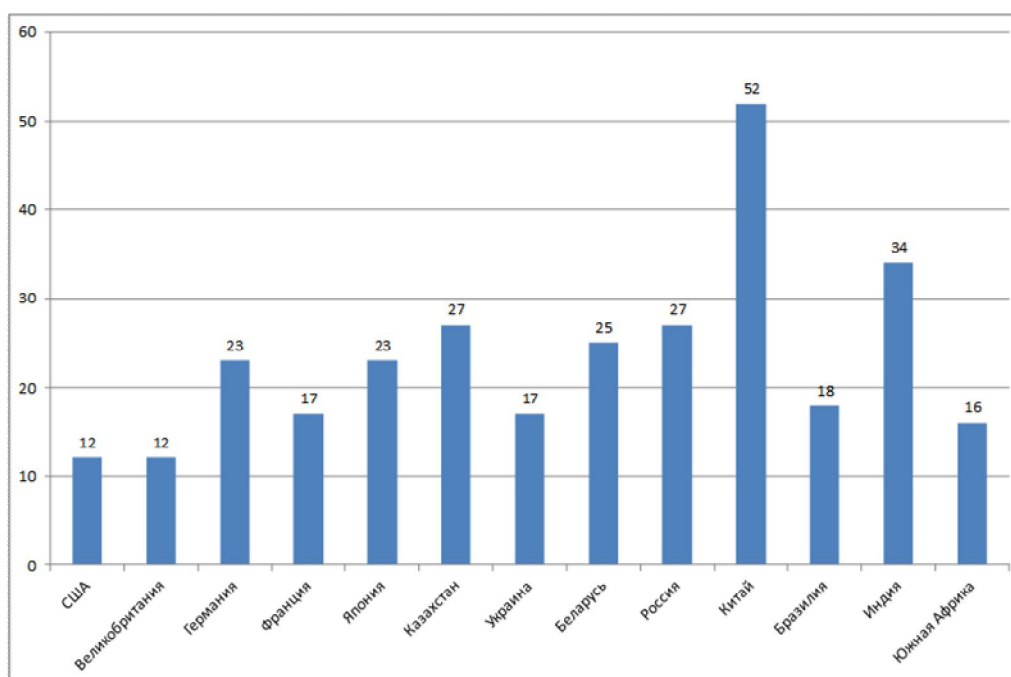


Рис 4. Уровень валового сбережения в отдельных странах, в процентах к ВВП [5]

Вместе с тем статистика показывает, что уровень сбережений в развитых странах в целом не увеличивался (рис. 5), а в отдельных странах Европы, например, в Италии, Португалии и др., даже снизился [1, с. 13]. Снижался уровень сбережений и в США. За период с 2000 по 2011 г. на 6 п. п.

В группе развитых стран рост сбережений за указанный период наблюдался лишь в Германии, что объясняется комплексом причин: демографическими факторами, политикой ограничения внутреннего спроса и др. Таким образом, разрывы сбережений в разных странах фактически компенсировали друг друга. Средний мировой уровень сбережений практически не менялся на протяжении 30 лет. На сегодня он составляет 19,7 %.

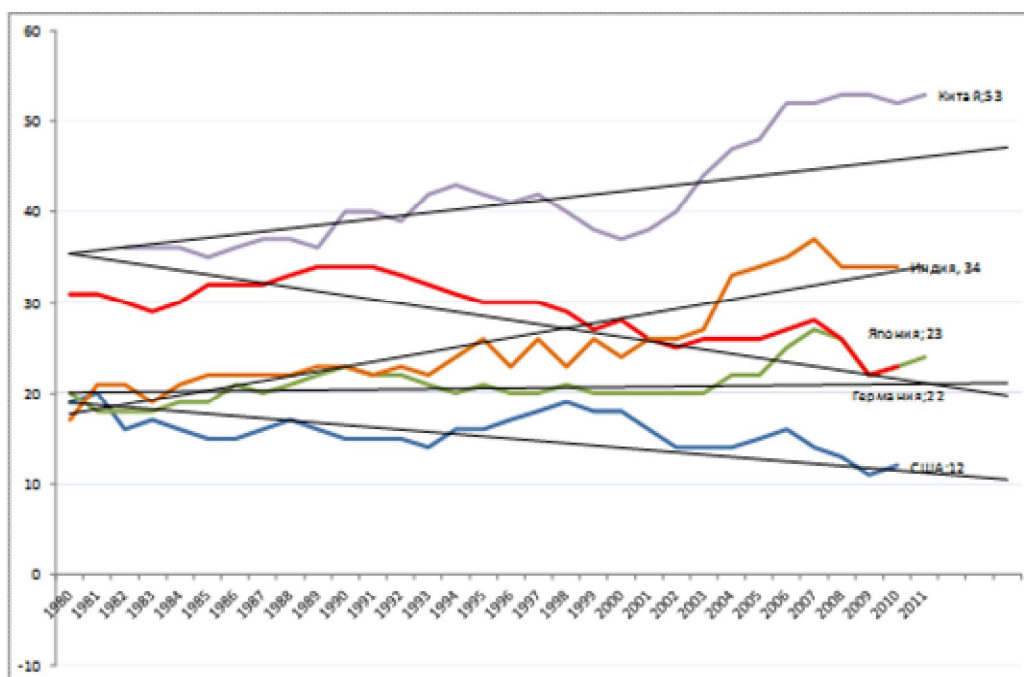


Рис. 5. Динамика нормы сбережения в отдельных странах за период с 1980 по 2011 г. [5]

По нашему мнению, основной причиной отрицательной динамики уровня процентных ставок в развитых странах в период с середины 80-х годов и до начала финансового кризиса является снижение макроэкономической нестабильности и снижение премии за риск, обусловленное развитием рынка сложно структурированных финансовых инструментов.

В нынешних условиях угрозы дефляции центральный банк не может сделать реальные процентные ставки отрицательными, чтобы стимулировать рост заимствований в экономике. Процентный канал и связанные с ним другие каналы монетарной трансмиссии перестают работать. Отсутствие реакции со стороны заемщиков на почти нулевые процентные ставки вынуждает центральные банки идти на очередные раунды количественных и кредитных смягчений. Таким образом, ситуация, названная экономистами ловушкой низкой процентной ставки, подталкивает центральные банки к проведению по сути налогово-бюджетной политики и создает угрозу независимости центрального банка.

Список литературы

1. Дадуш У., Стэнсил Б. Долговой кризис в Европе – не только бюджетная проблема // Кризис евро, или потерянная парадигма / под ред. Ури Дадуша. – URL: http://carnegieendowment.org/files/Carnegie_Euro_Crisis_rus1.pdf
2. Bernanke B., Gertler M. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission / Journal of Economic Perspectives. – V. 9. – № 4 – Fall 1995. – P. 27–48. – URL: <http://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.9.4.27>

3. Bernanke B., Gertler M., Gilchrist S. The financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework / Working Paper 6455. NBER Working Paper Series. – URL: <http://www.nber.org/papers/w6455.pdf>
4. Euro area (changing composition) – Government bond, nominal, all issuers whose rating is triple A / Statistical Data Warehouse – URL: http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=165.YC.B.U2.EUR.4F.G_N_A.SV_C_YM.PY_10Y
5. Gross savings (% of GDP). – URL: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GNS.ICTR.ZS>
6. Interest Rate Statistics. – URL: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/default.aspx>
7. Money market interest rates / Statistical Data Warehouse – URL: <http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?node=bbn175&start=01-01-1991&end=&trans=N&vf=&q=&type=&dvfreq=M>
8. Selected Interest Rates (Daily) – H.15 / Economic Research & Data. – URL: <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm#top>